



固定收益

## 新興市場債券 是否已到達轉捩點？

霸菱視野

有理由相信未來數月新興市場增長將會帶來驚喜，這表明該資產類別有望迎來強勁表現。



**Omotunde Lawal, CFA**  
新興市場企業債券投資總監



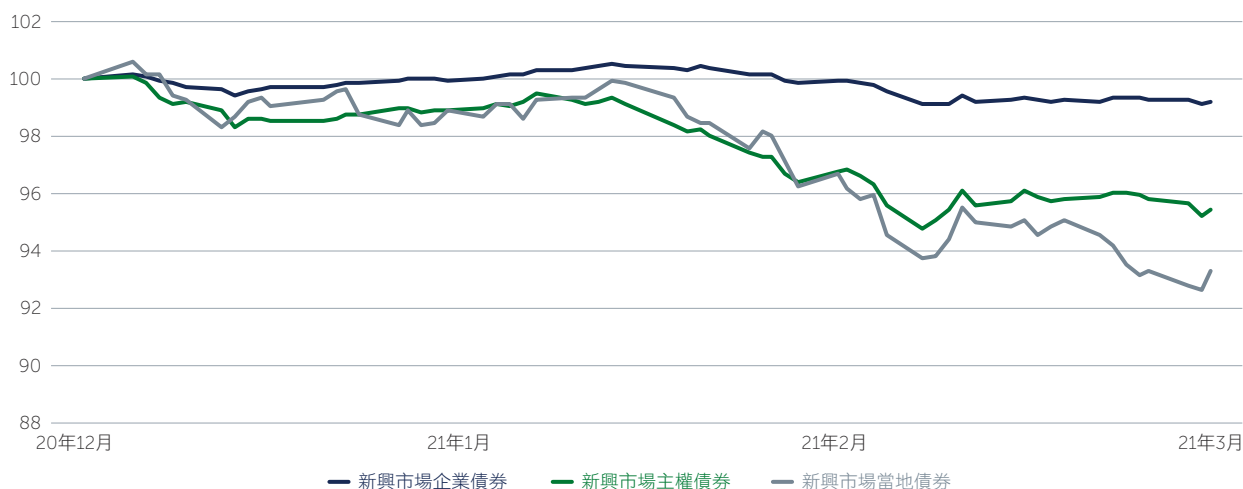
**Ricardo Adrogué** 博士  
環球主權債務及貨幣投資總監



**Cem Karacadag**  
新興市場主權債券投資總監

新興市場債券在新型冠狀病毒疫情期間受到重挫，許多國家在應對疫情反撲時繼續面臨挑戰。此外，該資產類別亦正面對已發展市場加息所帶來的潛在利淡因素，例如10年期美國國庫債券孳息率上升。因此，主權債券、企業及當地債券年初至今的表現跑輸大市，第一季度分別下跌4.5%、0.8%及6.7%<sup>1</sup>。然而，值得注意的是，自一年前因疫情引發急跌以來，該資產類別的表現一直十分強勁；從2020年3月至2021年3月，主權債券、企業及當地債券均錄得超過10%的回報。

圖一：新興市場債券年初至今的表現



資料來源：摩根大通。截至2021年3月31日。基數重設至100。

## 主權債券及當地債券：正增長主題

利率上升顯然對新興市場債券構成不利影響，特別是存續期較長的主權債券；而從歷史上看，利率上升會令新興市場外資外流，從而導致其融資活動減少。然而，我們有理由相信這次情況可能會有所不同。首先，新興市場國家的融資需求在過去數年大幅減少。具體而言，許多經常賬赤字龐大的新興市場國家已經能夠逐步改善其經常賬收支狀況，在某些情況下甚至錄得經常賬盈餘。隨著新興市場對海外投資者所提供資金的依賴程度減少，在利率上升的環境下，潛在的資金外流所帶來的挑戰較小。與此同時，我們認為整體新興市場增長的投資主題仍然受到支持。除美國及歐洲部份國家的經濟狀況日漸改善（這必將有助於推動未來數月對新興市場商品及服務的需求）外，中國作為新興市場國家商品需求的一大來源，在疫情過後經濟亦在穩步增長。商品價格亦有所上升，這應會提供進一步的支持。

此外，論及資金支持方面並不乏融資渠道。去年提供急需支持的暫停政策及寬限措施仍然有效，並且繼續惠及新興市場，讓各國及企業有更充裕的時間來應對持續的挑戰。此外，多邊機構亦已開始著手債務減免工作。例如國際貨幣基金組織近期宣佈一項增發6,500億美元特別提款權的計劃，而這些特別提款權從本質上而言屬於儲備資產，類似於各國央行持有的外匯儲備。雖說國際貨幣基金組織目前正參與有關如何分配這些資金的討論，但預計新興市場有望獲分配到其中的約900億美元。對於某些國家而言，這種大規模紓困措施可能意味著債務違約與不違約的區別，但目前在很大程度上被市場所忽視。

1. 資料來源：摩根大通。截至2021年3月31日。

我們認為這一系列因素表明，今年新興市場經濟增長可能會帶來驚喜，這將為新興市場資產類別提供強而有力的支持。例如就疫情過後的復甦而言，由於新興市場債券領域普遍表現滯後，新興市場貨幣可能會出現強勁反彈。實際上，尤其在新興市場國家的融資需求偏低，以及中國及已發展市場對商品持續需求的情況下，我們認為**新興市場貨幣**目前有顯著的上升潛力。

在硬貨幣方面，我們看好如巴西這樣的國家，我們內部將其評為投資級別市場。儘管面對來自疫情的持續挑戰，巴西的就業增長情況在過去數月一直優於預期，這表明經濟活動正逐步改善。與此同時，我們認為發行高收益債券的國家具有投資價值，因為這些國家的債券息差在疫情過後整體上相比投資級別債券仍然較闊。然而，考慮到該領域較為多元化，我們在高收益債券方面會更為挑剔，致力避免投資於那些融資措施趨於惡化的國家，只會投資於我們已構建高度信念持倉的國家，包括烏克蘭、塞爾維亞及阿曼。

## 企業債券：在利率上升的環境下強勁復甦

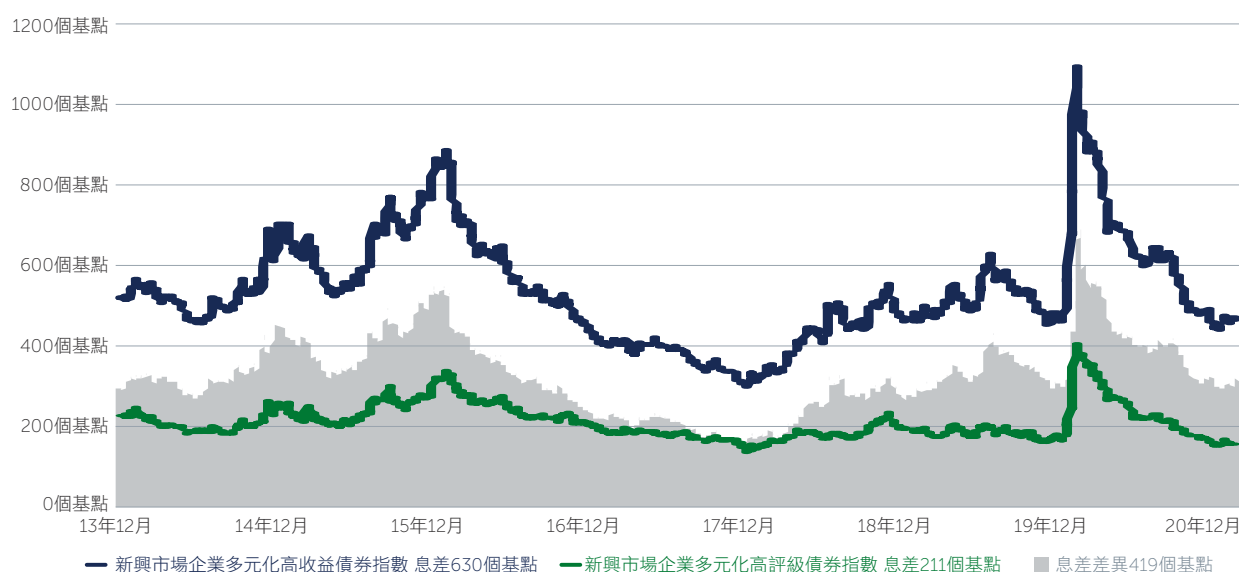
此外，我們亦繼續在新興市場企業債券中物色到投資機會。整體而言，硬貨幣企業債券受到利率上升的影響較主權債券及當地債券要小。這主要是由於該資產類別的存續期較短，例如主權債券的存續期約為8年，而硬貨幣企業債券的存續期約為4年。因此，新興市場企業債券在美國國庫債券孳息率上升的環境下歷來都表現穩健，而在過去10年當中，有8年出現了在已發展市場利率上升期間信貸息差收窄的情況<sup>2</sup>。同時值得一提的是，與主權債券市場一樣，已發展市場的偏高利率不一定等於違約的概率偏高。於企業債券市場方面，CCC級別債券在其中的佔比相當小，意味著很少企業會因為利率或融資成本上升而面臨被市場拒之門外的風險。大多數債券發行人（包括較低級別的CCC級別債券發行人）都能夠進入市場為其債務再融資。

2. 資料來源：摩根大通。截至2021年3月24日。

縱觀目前的市場，在許多情況下，息差接近或已經重回疫情爆發前的水平。在行業復甦方面，商品在油價上升的帶動下跑贏大市，加上中國需求強勁，可能會帶動部份債券發行人今年的收入及息稅折舊攤銷前利潤均錄得雙位數增長。另一方面，房地產及運輸業則跑輸大市，復甦之路可能更加漫長。在此環境下，高收益債券似乎尤為具有吸引力，因為相較投資級別的新興市場企業債券，其息差仍然較闊。儘管在過去六個月此息差有所收窄，但與過往水平相比，息差差異仍然較大，這表明高收益企業債券仍然具有投資價值，特別是考慮到該資產類別的存續期較短（圖二）。

此外，我們亦監測到過去數月某些新興市場國家（如土耳其及巴西）的風險再度加劇。儘管這些情況可能會帶來風險，但我們亦繼續在新興市場發行人（通常是多元化的環球企業）中物色到價值機會，而這些發行人因其註冊成立所在的國家而受到市場的不公平懲罰。

圖二：新興市場投資級別債券與新興市場高收益債券的息差差異



資料來源：摩根大通。截至2021年3月31日。

## 市場展望

我們目前所處的環境似乎對整體新興市場債券非常有利。儘管該資產類別面對持續的風險，但我們亦有理由相信，在未來數月將有正面增長，這有望為主權、企業及當地債券的強勁表現鋪路。然而，考慮到新興市場債券較為多元化且表現參差，並非所有的主權及企業發行人都能一概而論。在此環境下，對信貸及國家的挑選十分重要。我們認為認真研究並且對每個國家及每家企業進行詳細風險評估的主動型投資經理，最有能力物色到在疫情過後於復甦中受惠最大的國家及信貸。

霸菱為一家管理逾3,450億美元\*資產的環球投資管理公司，致力尋找不同的投資機遇，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場構建長線投資組合。作為美國萬通的子公司，霸菱的投資專才常駐北美、歐洲及亞太區，旨在為其客戶、社區及員工提供服務，並竭力實踐可持續發展及負責任的投資。

#### 重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及/或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2020年12月31日

21-1612545